食品饮料

2020 年 10 月 25 日

9 月社零数据改善，食饮三季报分化明显

——行业周报

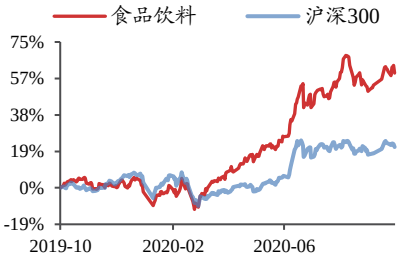
张宇光（分析师）
zhangyuguang@kysec.cn
证书编号：S0790520030003

逄晓娟（联系人）
pangxiaojuan@kysec.cn
证书编号：S0790120040011

叶松霖（联系人）
yesonglin@kysec.cn
证书编号：S0790120030038

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《行业点评报告-9 月社零数据持续好转，三季度食饮增速略有回落》-2020.10.20

《行业周报-糖酒会反馈积极，白酒升级趋势持续》-2020.10.18

《行业周报-节日消费如期增长，关注秋糖渠道反馈》-2020.10.11

● 核心观点：洋河股份底部趋势确立，涪陵榨菜短期承压前景看好

2020 年 9 月社会消费品零售总额增长 3.3%，增速环比 8 月份提升 2.8pct，疫情得到控制，经济全面回暖；节日消费需求改善，备货增长是主要原因。9 月餐饮及限额以上餐饮收入分别-2.9%与+1.9%，增速环比大幅改善，其中限额以上餐饮增速首次回正，原因在于疫情防控到位，多数餐饮门店限制开放，需求逐渐恢复。从细分子行业来看，9 月粮油食品类、饮料类、烟酒类分别增 7.8%、22.0%、17.6%，环比提升 3.6pct、9.1pct 与 14.5pct，我们认为增速回暖原因在于：一是 8 月是消费淡季，增速本来不快；二是 9 月临近中秋国庆双节，消费预热，厂家备货增加。虽然疫情局部地区略有反弹，但整体回暖趋势不变。我们预计受益于节日消费气氛浓厚，10 月社会消费品零售总额增速大概率持续回暖。

洋河股份已披露三季报，从报表情况与产业调研结合来看，我们可以判断公司底部趋势已经确立。依靠缩减冗余经销销、改变费用投放方式、产品结构升级替代等措施，公司三季度实现了调整以来首次正增长。目前海之蓝、天之蓝库存低位，价格有序回升，2021 年将进入恢复增长期。随着 M6+站位成功及渠道利益理顺，公司品牌力和发展赛道将再上新台阶，成长空间打开，经营拐点渐行渐近。同时内部激励有望落地，保障未来进一步增长。涪陵榨菜三季度业绩低于预期，主因在于投资收益减少 0.17 亿、毛利率下降 1.0pct，以及销售费用率提升 2.1pct。公司已公告定增预案，大股东与董事长参与，彰显公司发展信心。发行价格尚未确定，市场价格可能有波动，但公司未来发展节奏清晰，短期看公司渠道红利带来榨菜持续增长，长期看泡菜、酱腌菜的品类扩张，未来趋势向好，前景可期。

● 推荐组合：贵州茅台、五粮液、中炬高新与海天味业

（1）贵州茅台回款节奏按计划进行，批价持续走高。直销体系中多个渠道可能增量，叠加其他直销出口逐渐理顺，直销渠道占比将进一步提升，业绩大概率加速增长。（2）五粮液持续推进营销改革，加大渠道管控，销量提升源于空白市场覆盖以及团购渠道开拓，预计全年大概率完成双位数增长。（3）中炬高新淡季增速略有回落，公司已积极调整费用投放节奏，确保全年目标达成。目前公司仍按即定战略有序推进，渠道细化、产品开发等工作仍在进行，估计全年可顺利达成目标。（4）海天味业动销良性发展，考虑三季度进入淡季，预计营收增速可能略有回落。目前开启新一轮招商以拓展品类，进度良好，持续成长的确定性进一步加强。

● 板块行情回顾：食品饮料跑赢大盘

10 月 19 日-10 月 23 日，食品饮料指数下跌 0.5%，子行业中排名第 4，高于沪深 300 1.0pct，子行业中葡萄酒（5.4%）、黄酒（3.2%）及啤酒（3.0%）涨幅较大。三季报披露期间，市场风险偏好下降，倾向于选择业绩稳定的食品饮料板块。个股方面，金徽酒、惠泉啤酒、ST 舍得等涨幅领先；盐津铺子、嘉必优、甘源食品等跌幅居前。

● 风险提示：宏观经济下行风险、食品安全风险、原料价格波动风险、消费需求复苏低于预期等。

目 录

1、每周观点：洋河股份底部趋势确立，涪陵榨菜短期承压前景看好 3
2、市场表现：食品饮料跑赢沪深 300 3
3、上游数据：多数农产品价格上行 4
4、酒业数据新闻：衡水老白干大小青花供货价上调 6
5、备忘录：关注 10 月 26 日贵州茅台披露三季报 7
6、风险提示 10

图表目录

图 1： 上周食品饮料跌幅 0.5%，排名 4/28 4
图 2： 上周葡萄酒、黄酒、啤酒表现相对较好 4
图 3： 上周金徽酒、惠泉啤酒、ST 舍得等涨幅领先 4
图 4： 上周盐津铺子、嘉必优、甘源食品等跌幅居前 4
图 5： 2020 年 10 月 20 日 GDT 全脂奶粉中标价同比-3.1% 4
图 6： 2020 年 10 月 14 日生鲜乳价格同比+4.2% 4
图 7： 2020 年 10 月 23 日猪肉价格同比-14.8% 5
图 8： 2020 年 9 月生猪存栏数量同比+20.7% 5
图 9： 2020 年 3 月能繁母猪数量同比-19.1% 5
图 10： 2020 年 10 月 14 日白条鸡价格同比-8.4% 5
图 11： 2020 年 9 月进口大麦价格同比-16.9% 5
图 12： 2020 年 9 月进口大麦数量同比+346.7% 5
图 13： 2020 年 10 月 23 日大豆现货价同比+19.7% 6
图 14： 2020 年 10 月 14 日豆粕平均价同比+1.8% 6
图 15： 2020 年 10 月 23 日柳糖价格同比-3.1% 6
图 16： 2020 年 10 月 16 日白砂糖零售价同比+2.6% 6

表 1： 最近重大事件备忘录：关注 10 月 26 日贵州茅台三季报 7
表 2： 关注 10 月 20 日发布的绝味食品公司深度报告 9
表 3： 重点公司盈利预测及估值 9

1、每周观点：洋河股份底部趋势确立，涪陵榨菜短期承压前景看好

10 月 19 日- 10 月 23 日，食品饮料指数下跌 0.5%，子行业中排名第 4，高于沪深 300 1.0pct，子行业中葡萄酒（5.4%）、黄酒（3.2%）及啤酒（3.0%）涨幅较大。三季报披露期间，市场风险偏好下降，倾向于选择业绩稳定的食品饮料板块。个股方面，金徽酒、惠泉啤酒、ST 舍得等涨幅领先；盐津铺子、嘉必优、甘源食品等跌幅居前。

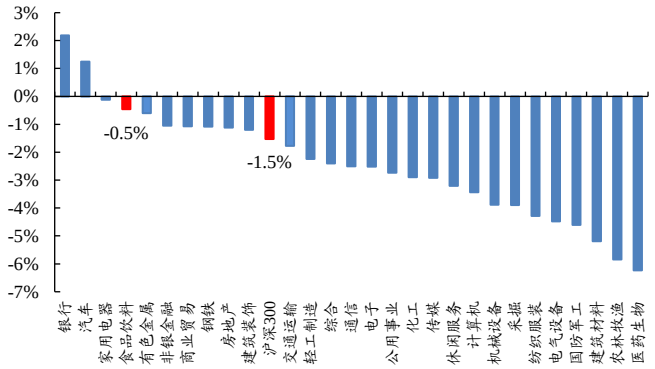
2020 年 9 月社会消费品零售总额增长 3.3%，增速环比 8 月份提升 2.8pct，疫情得到控制，经济全面回暖；节日消费需求改善，备货增长是主要原因。9 月餐饮及限额以上餐饮收入分别-2.9%与+1.9%，增速环比大幅改善，其中限额以上餐饮增速首次回正，原因在于疫情防控到位，多数餐饮门店限制开放，需求逐渐恢复。从细分子行业来看，9 月粮油食品类、饮料类、烟酒类分别增 7.8%、22.0%、17.6%，环比提升 3.6pct、9.1pct 与 14.5pct，我们认为增速回暖原因在于：一是 8 月是消费淡季，增速本来不快；二是 9 月临近中秋国庆双节，消费预热，厂家备货增加。虽然疫情局部地区略有反弹，但整体回暖趋势不变。我们预计受益于节日消费气氛浓厚，10 月社会消费品零售总额增速大概率持续回暖。

洋河股份已披露三季报，从报表情况与产业调研结合来看，我们可以判断公司底部趋势已经确立。依靠缩减冗余经销销、改变费用投放方式、产品结构升级替代等措施，公司三季度实现了调整以来首次正增长。目前海之蓝、天之蓝库存低位，价格有序回升，2021 年将进入恢复增长期。随着 M6+站位成功及渠道利益理顺，公司品牌力和发展赛道将再上新台阶，成长空间打开，经营拐点渐行渐近。同时内部激励有望落地，保障未来进一步增长。涪陵榨菜三季度业绩低于预期，主因在于投资收益减少 0.17 亿、毛利率下降 1.0pct，以及销售费用率提升 2.1pct。公司已公告定增预案，大股东与董事长参与，彰显公司发展信心。发行价格尚未确定，市场价格可能有波动，但公司未来发展节奏清晰，短期看公司渠道红利带来榨菜持续增长，长期看泡菜、酱腌菜的品类扩张，未来趋势向好，前景可期。

2、市场表现：食品饮料跑赢沪深 300

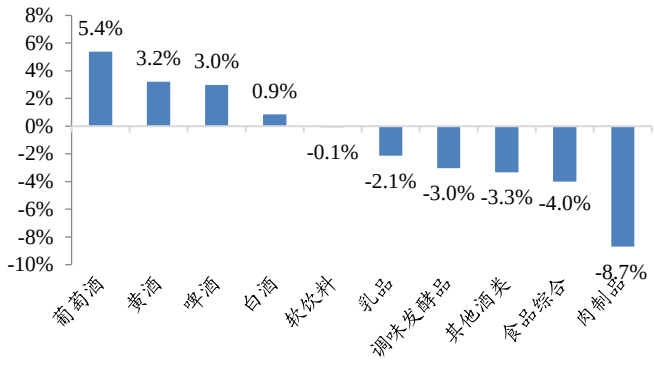
10 月 19 日- 10 月 23 日，食品饮料指数下跌 0.5%，子行业中排名第 4，高于沪深 300 1.0pct，子行业中葡萄酒（5.4%）、黄酒（3.2%）及啤酒（3.0%）涨幅较大。三季报披露期间，市场风险偏好下降，倾向于选择业绩稳定的食品饮料板块。个股方面，金徽酒、惠泉啤酒、ST 舍得等涨幅领先；盐津铺子、嘉必优、甘源食品等跌幅居前。

图1：上周食品饮料跌幅 0.5%，排名 4/28



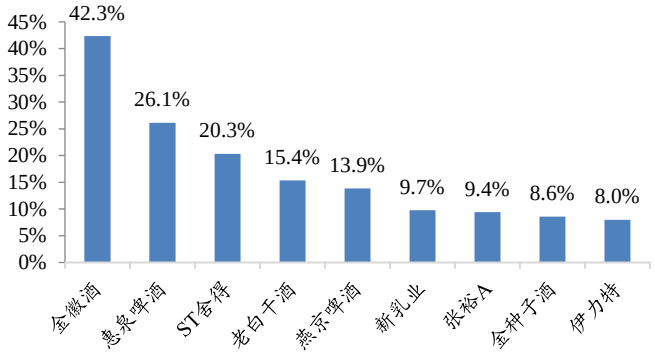
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：上周葡萄酒、黄酒、啤酒表现相对较好



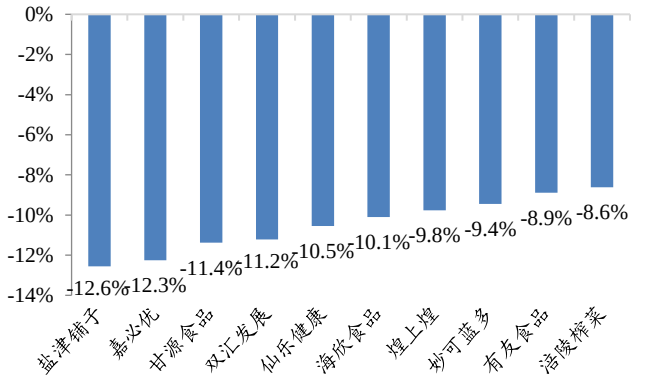
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：上周金徽酒、惠泉啤酒、ST 舍得等涨幅领先



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：上周盐津铺子、嘉必优、甘源食品等跌幅居前

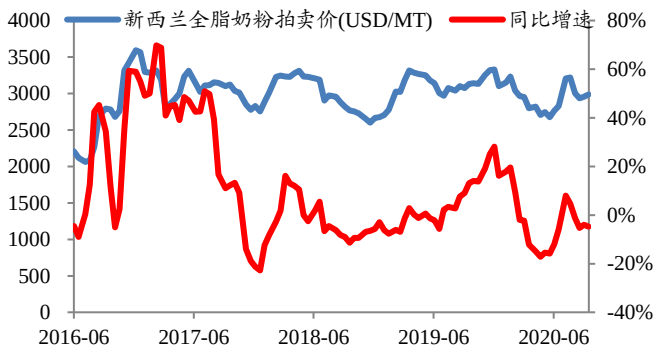


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、上游数据：多数农产品价格上行

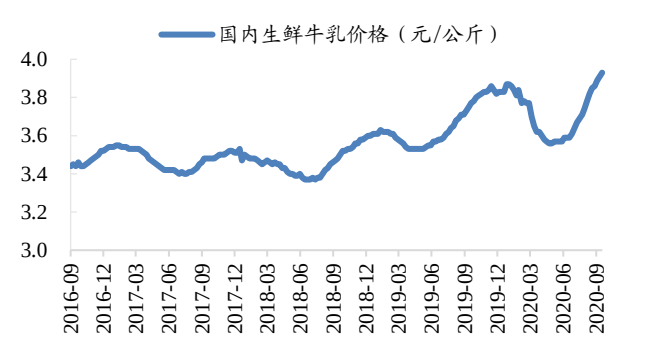
10 月 20 日，GDT 拍卖全脂奶粉中标价 3037 美元/吨，环比-0.1%，同比-3.1%，奶价环比下行。10 月 14 日，国内生鲜乳价格 3.9 元/公斤，环比+0.3%，同比+4.2%。短期看奶价环比上升，长期看国内奶牛存栏量处于低位，奶价进入上行周期。

图5：2020 年 10 月 20 日 GDT 全脂奶粉中标价同比-3.1%



数据来源：GDT、开源证券研究所

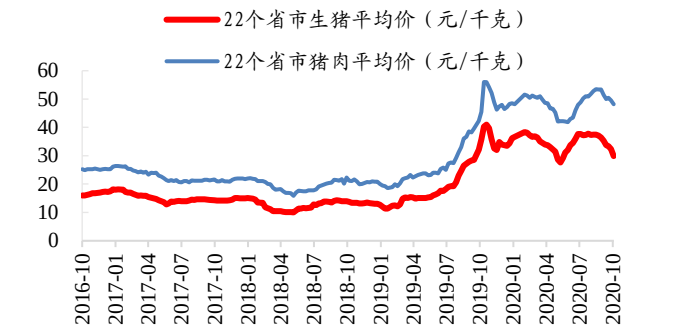
图6：2020 年 10 月 14 日生鲜乳价格同比+4.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

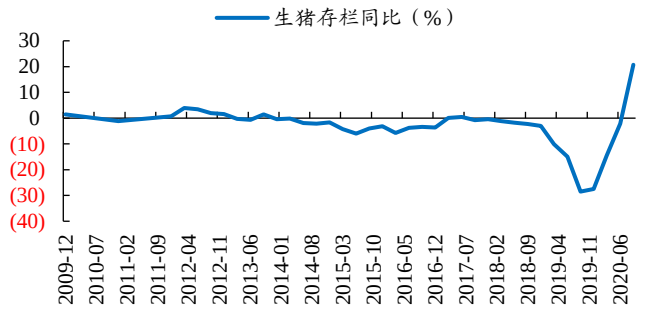
10 月 23 日，生猪价格 29.7 元/公斤，同比-27.6%，环比-0.5%；猪肉价格 47.7 元/公斤，同比-14.8%，环比-1.1%。2020 年 3 月能繁母猪存栏 2164.0 万头，同比-19.1%，环比+2.8%。2020 年 9 月生猪存栏同比+20.7%。预计猪周期步入上行后期，2020 年猪价可能呈现先升后降走势。10 月 14 日，白条鸡价格 21.7 元/公斤，同比-8.4%，环比-0.9%。

图7：2020 年 10 月 23 日猪肉价格同比-14.8%



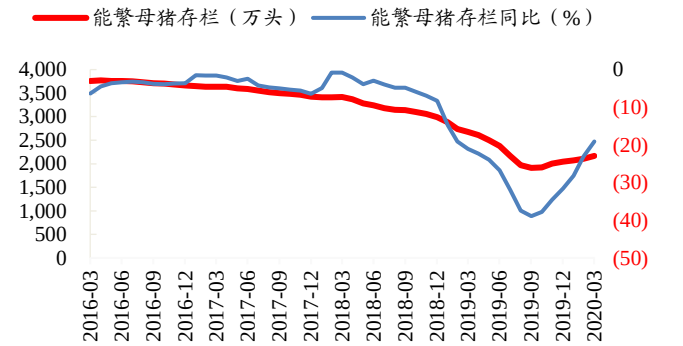
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2020 年 9 月生猪存栏数量同比+20.7%



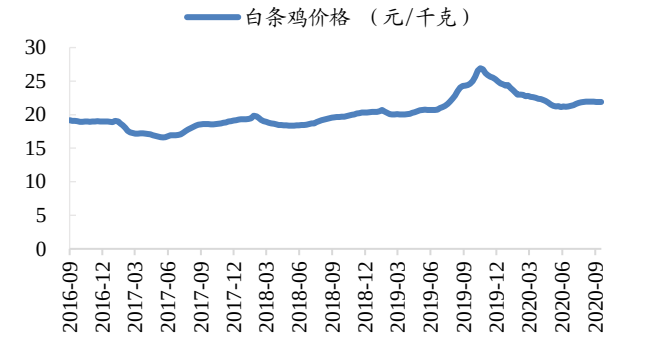
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2020 年 3 月能繁母猪数量同比-19.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

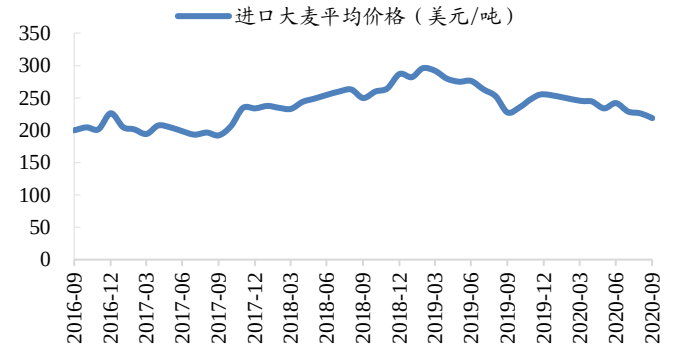
图10：2020 年 10 月 14 日白条鸡价格同比-8.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

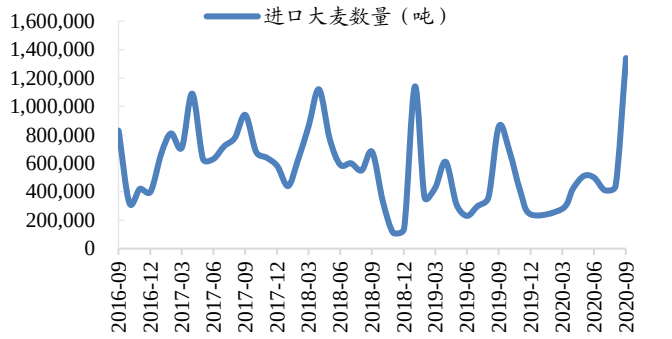
2020 年 9 月，进口大麦价格 218.7 美元/吨，同比-16.9%。进口数量 134 万吨，同比+346.7%。受到中国对澳洲大麦增加关税影响，后续进口大麦价格可能出现波动。

图11：2020 年 9 月进口大麦价格同比-16.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

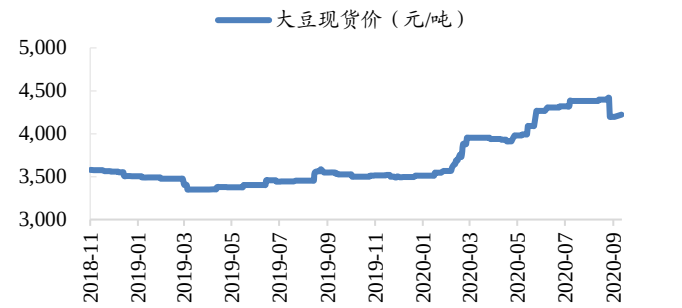
图12：2020 年 9 月进口大麦数量同比+346.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

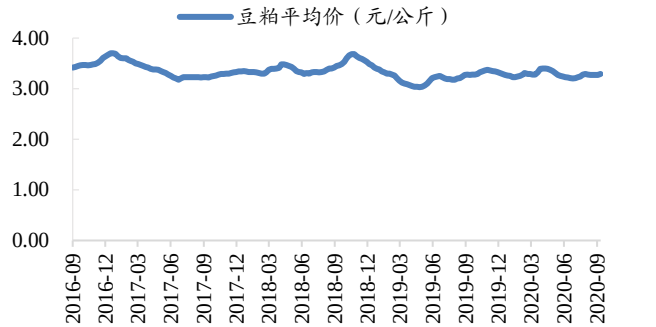
10 月 23 日，大豆现货价 4222.1 元/吨，同比+19.7%。10 月 14 日，豆粕平均价格 3.4 元/公斤，同比+1.8%。预计 2020 年大豆价格可能走高。

图13：2020 年 10 月 23 日大豆现货价同比+19.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

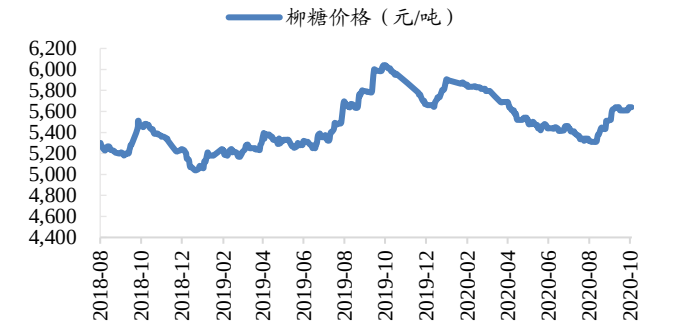
图14：2020 年 10 月 14 日豆粕平均价同比+1.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

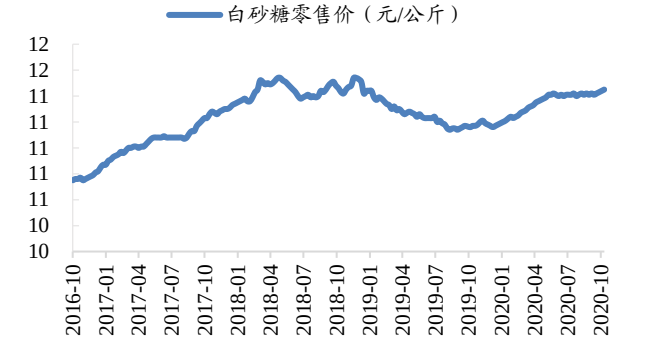
10 月 23 日，柳糖价格 5610.0 元/吨，同比-3.1%；10 月 16 日，白砂糖零售价格 11.5 元/公斤，同比+2.6%。长期看全球白糖进入增长期间，白糖价格可能在高位偏弱运行。

图15：2020 年 10 月 23 日柳糖价格同比-3.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2020 年 10 月 16 日白砂糖零售价同比+2.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、酒业数据新闻：衡水老白干大小青花供货价上调

阿里渠道数据显示：9 月白酒销售额、均价及销量分别同比增长 120.43%、89.21%、16.50%。9 月礼品需求及宴席需求增加为线上白酒业绩高增原因之一（来源于微酒）。

10 月 19 日 10 时，泸州老窖牛年新春礼酒在天猫泸州老窖官方旗舰店与京东国窖 1573 官方旗舰店同步开启预售（来源于酒业家）。

2020 年 9 月，全国规模以上企业酿酒产量 481.70 万千升，同比增长 1.45%。其中，白酒产量 61.78 万千升，同比下降 7.84%；啤酒产量 315.67 万千升，同比增长 2.31%；葡萄酒产量 3.07 万千升，同比下降 14.55%。1-9 月，全国规模以上企业酿酒产量 4228.57 万千升，同比下降 2.45%。其中，白酒产量 477.90 万千升，同比下降 10.44%；啤酒产量 2813.50 万千升，同比下降 6.82%；葡萄酒产量 20.79 万千升，同比下降 23.57%（来源于酒说）。

10 月 20 日，河北衡水老白干股份有限公司发布通知称，即日起，衡水老白干大

小青花供货价调整为小青花 275 元/件（规格 1*4），大清花 465 元/件（规格 1*4）（来源于酒说）。

10 月 21 日，泸州市酒业发展促进局发布 2020 年 10 月中旬泸州·中国白酒商品批发价格走势分析。报告期内全国白酒商品批发价格定基总指数为 105.66，上涨 5.66%（来源于酒说）。

5、备忘录：关注 10 月 26 日贵州茅台披露三季报

10 月 26 日-10 月 31 日将有 68 家上市公司披露第三季度业绩。

表1：最近重大事件备忘录：关注 10 月 26 日贵州茅台三季报

日期	公司	财务报告	股东会	限售解禁
10 月 26 日	良品铺子	业绩披露		
10 月 26 日	贵州茅台	业绩披露		
10 月 26 日	华文食品		湖南省长沙市（14：00）	
10 月 26 日	*ST 皇台		甘肃省武威市（14：30）	
10 月 27 日	金徽酒	业绩披露		
10 月 27 日	安井食品	业绩披露		
10 月 27 日	星湖科技	业绩披露		
10 月 28 日	元祖股份	业绩披露		
10 月 28 日	日辰股份	业绩披露		
10 月 28 日	会稽山	业绩披露		
10 月 28 日	恒顺醋业	业绩披露		
10 月 28 日	伊力特	业绩披露		
10 月 28 日	吉林森工	业绩披露		
10 月 28 日	上海梅林	业绩披露		
10 月 29 日	有友食品	业绩披露		
10 月 29 日	黑芝麻	业绩披露		
10 月 29 日	安记食品	业绩披露		
10 月 29 日	泸州老窖	业绩披露		
10 月 29 日	老白干酒	业绩披露		
10 月 29 日	口子窖	业绩披露		
10 月 29 日	光明乳业	业绩披露		
10 月 29 日	燕塘乳业	业绩披露		
10 月 29 日	嘉必优	业绩披露		
10 月 29 日	均瑶健康	业绩披露		
10 月 29 日	新乳业	业绩披露		
10 月 29 日	青青稞酒	业绩披露		
10 月 29 日	广州酒家	业绩披露		
10 月 29 日	ST 威龙	业绩披露		
10 月 29 日	科拓生物	业绩披露		
10 月 29 日	贝因美	业绩披露		
10 月 29 日	ST 舍得	业绩披露		
10 月 29 日	酒鬼酒	业绩披露		
10 月 29 日	妙可蓝多	业绩披露		

日期	公司	财务报告	股东会	限售解禁
10 月 29 日	*ST 西发	业绩披露		
10 月 29 日	仙乐健康	业绩披露		
10 月 29 日	水井坊	业绩披露		
10 月 30 日	ST 科迪	业绩披露		
10 月 30 日	古井贡酒	业绩披露		
10 月 30 日	水井坊	业绩披露	四川省成都市（10：00）	
10 月 30 日	桂发祥	业绩披露		
10 月 30 日	青岛啤酒	业绩披露		
10 月 30 日	西麦食品	业绩披露		
10 月 30 日	恰恰食品	业绩披露		
10 月 30 日	顺鑫农业	业绩披露		
10 月 30 日	绝味食品	业绩披露		
10 月 30 日	山西汾酒	业绩披露		
10 月 30 日	五粮液	业绩披露		
10 月 30 日	西王食品	业绩披露		
10 月 30 日	千禾味业	业绩披露		
10 月 30 日	*ST 皇台	业绩披露		
10 月 30 日	庄园牧场	业绩披露		
10 月 31 日	金种子酒	业绩披露		
10 月 31 日	金枫酒业	业绩披露		
10 月 31 日	ST 通葡	业绩披露		
10 月 31 日	莫高股份	业绩披露		
10 月 31 日	中炬高新	业绩披露		
10 月 31 日	惠发食品	业绩披露		
10 月 31 日	龙大肉食	业绩披露		
10 月 31 日	香飘飘	业绩披露		
10 月 31 日	维维股份	业绩披露		
10 月 31 日	ST 椰岛	业绩披露		
10 月 31 日	三元股份	业绩披露		
10 月 31 日	海天味业	业绩披露		
10 月 31 日	爱普股份	业绩披露		
10 月 31 日	迎驾贡酒	业绩披露		
10 月 31 日	好想你	业绩披露		
10 月 31 日	佳隆股份	业绩披露		
10 月 31 日	今世缘	业绩披露		
10 月 31 日	莲花健康	业绩披露		

数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：关注 10 月 20 日发布的绝味食品公司深度报告

报告类型	报告名称	时间
公司点评	洋河股份：改革坚定推进，拐点渐行渐近——公司信息更新报告	9 月 1 日
行业深度	白酒蓄势待发，大众品百花齐放——2020 年中报综述	9 月 1 日
行业周报	客观看回调，蓄势再出发	9 月 6 日
公司深度	古井贡酒：紧抓升级机遇，加速省外扩张——公司首次覆盖报告	9 月 7 日
行业周报	旺销可期，积极布局	9 月 13 日
行业周报	茅台龙头地位稳固，重庆啤酒开启新征程	9 月 20 日
行业周报	茅台价格预期稳定，五粮液新品抢先机	9 月 27 日
行业周报	节日消费如期增长，关注秋糖渠道反馈	10 月 11 日
行业周报	糖酒会反馈积极，白酒升级趋势持续	10 月 18 日
公司深度	绝味食品：赛道优质规模凸显，量价齐升盈利领先——公司首次覆盖报告	10 月 20 日
行业点评	9 月社零数据持续好转，三季度食饮增速略有回落	10 月 20 日
公司点评	洋河股份：三季度收入如期提速，经营拐点渐行渐近——公司信息更新报告	10 月 22 日
公司点评	涪陵榨菜：业绩承压，前景可期——公司信息更新报告	10 月 23 日
公司点评	桃李面包：业绩符合预告，增速有所改善 ——公司信息更新报告	10 月 23 日

资料来源：Wind、开源证券研究所

表3：重点公司盈利预测及估值

公司名称	评级	收盘价（元）	EPS			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
贵州茅台	买入	1715.3	37.26	43.20	48.30	46.0	39.7	35.5
五粮液	买入	236.6	5.26	6.10	7.27	45.0	38.8	32.5
洋河股份	增持	163.4	5.11	5.76	6.62	32.0	28.4	24.7
山西汾酒	买入	208.0	2.79	3.44	4.22	74.6	60.5	49.3
口子窖	增持	56.9	2.97	3.49	4.00	19.2	16.3	14.2
古井贡酒	增持	207.1	4.57	5.58	6.65	45.3	37.1	31.1
伊利股份	买入	40.5	1.17	1.35	1.53	34.6	30.0	26.4
新乳业	增持	19.7	0.33	0.41	0.52	59.7	48.0	37.9
双汇发展	增持	47.5	1.91	2.24	2.40	24.9	21.2	19.8
中炬高新	买入	63.1	1.10	1.33	1.62	57.4	47.5	39.0
涪陵榨菜	买入	44.3	0.94	1.09	1.27	47.1	40.7	34.9
海天味业	买入	79.2	1.32	1.71	1.98	60.0	46.3	40.0
西麦食品	买入	164.7	1.95	2.27	2.64	84.5	72.6	62.4
桃李面包	买入	41.9	1.14	1.35	1.66	36.7	31.0	25.2
嘉必优	买入	62.5	1.30	1.47	1.78	48.1	42.5	35.1
煌上煌	增持	50.9	1.29	1.57	1.93	39.5	32.4	26.4
绝味食品	增持	22.0	0.53	0.64	0.78	41.5	34.4	28.2

广州酒家	增持	33.6	1.02	1.30	1.61	33.0	25.9	20.9

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2020 年 10 月 23 日）

6、风险提示

宏观经济下行风险、食品安全风险、原料价格波动风险、消费需求复苏低于预期等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn